VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

BEDRIJFSPROFIEL AANDELEN

Atenor

29 september 2014

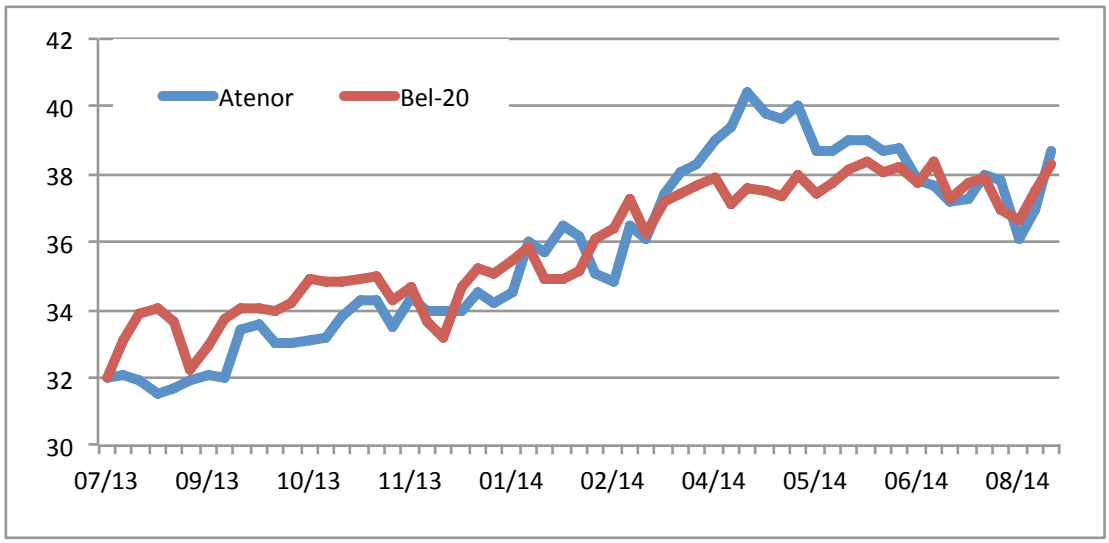
Koers	**37,20**
Aantal aandelen (m)	5,457
Marktkapitalisatie (m)	203,01

Eigen vermogen FY13	104,8
Netto fin. schuld FY13	175,7
ROE '13	11,5%

(in miljoen EUR)	FY08	FY09	FY10	FY11	FY12	FY13
Bedrijfsopbrengsten	93,517	49,698	26,235	49,591	49,744	112,793
Groei in %	30,4%	-46,9%	-47,2%	89,0%	0,3%	126,7%
EBIT	39,694	12,556	3,480	13,508	8,754	23,843
EBIT%	42,4%	25,3%	13,3%	27,2%	17,6%	21,1%
Financieel resultaat	-0,347	-1,701	-4,445	-3,092	-3,119	-5,226
Netto resultaat	41,292	7,316	-1,599	11,321	9,489	12,028

	FY08	FY09	FY10	FY11	FY12	FY13
Winst per aandeel	7,57	1,34	-0,29	2,07	1,74	2,20
Netto dividend	1,95	1,95	1,50	1,50	1,50	1,50
Koers/winstverhouding *	4,35	24,06	n.r.	11,67	18,43	16,88
Dividendrendement *	5,9%	6,0%	4,7%	6,2%	4,7%	4,0%

*: op basis van koersen op het jaareinde, voor 2013 huidige koers



Bedrijfsomschrijving

Sinds 2004 focust Atenor zich 100% op vastgoedontwikkeling. In de afgelopen 20 jaar bouwde het management er een sterke track record in op. Naarmate het beheersteam evolueerde, vergrootte de groep eveneens het aantal te ontwikkelen vierkante meters.

De vastgoedstrategie is gebaseerd op 3 peilers: functioneel, geografisch en stadsplanning. Op het functionele vlak richt de groep zich op de ontwikkeling van kantoren en residentieel vastgoed. Sporadisch wordt er in winkelvastgoed en hotels geïnvesteerd, voornamelijk als deel van een groter geheel. Op geografisch vlak richt de groep zich voornamelijk op Brussel, daarna België in zijn geheel, Luxemburg en vanaf 2008 Roemenië en Hongarije.

Eind juni 2014 had Atenor een portefeuille bestaande uit 13 projecten (1 afgewerkt, 12 te bouwen) met een oppervlakte van 617.657 m². 69% hiervan bevindt zich in België, 14% in Hongarije, 13% in Roemenië en 4% in Luxemburg. Kantoren maken 47% uit van dat totaal, residentiële woningen 48%, de resterende 5% betreft winkelvastgoed.

In de loop van de 2e helft van 2014 dienen zich 2 nieuwe projecten aan.

VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221 2240 Zandhoven Tel & Fax: (03) 312 83 12

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden verveelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.

VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

Halfjaarresultaten 2014

(in miljoen euro)	13H1	14H1
Bruto marge op verkopen	24,493	15,143
UP-site	*6,129*	*11,940*
Trebel	*18,017*	*2,025*
Andere	*0,347*	*1,178*
Algemene kosten	-3,834	-2,055
Financiële resultaten	-2,728	-2,682
Belastingen	-8,720	-7,405
Netto resultaat, deel van de groep	9,212	3,000
Netto resultaat deel groep per aandeel	1,75	0,55

Net als in 2013 kon Atenor uitpakken met mooie gerealiseerde winsten, doch niet in dezelfde mate. UP-Site kende een hoge bijdrage door de verkoop van het vierde en laatste kantoorgebouw, terwijl ook het residentiële deel bijdroeg. Het aan de Europese Commissie verkochte kantoorgebouw Trebel droeg opnieuw bij, maar beperkter.

Wat de andere projecten betreft, onthouden we de eerste belangrijke bijdrage van het residentiële project Port du Bon Dieu te Namen (0,889 miljoen euro) en de eerste huurinkomsten uit het Hongaarse kantorenproject (0,570 miljoen euro). In Roemenië is het eerste kantoorgebouw ook verhuurd, maar door het toestaan van huurvrije periodes en de betaling van commissies was de eerste bijdrage negatief (-0,376 miljoen euro).

De financiële resultaten bleven relatief stabiel, ondanks een toename van de netto financiële schuld van 175,67 miljoen euro eind 2013 tot 197,90 miljoen euro eind juni 2014. De groep profiteert duidelijk van lagere rentevoeten. Naar 2015 zal de rentekost verder dalen, maar dat zal weinig impact hebben op de financiële lasten, omdat deze direct toegewezen worden aan de bouw van de projecten en dus gekapitaliseerd worden. De daling komt wel de totale rendabiliteit van elk project afzonderlijk ten goede.

De belastingen liepen weer aardig op, maar het betreft hier de tegenboeking van uitgestelde belastingen die geen cash-effect hebben. Elk project bevindt zich in een aparte vennootschap en de start van de activiteiten en ontwikkeling zelf gaat gepaard met operationele verliezen. Eenmaal een project deels of volledig verkocht wordt, kunnen die verliezen ten dele of volledig gerecupereerd worden, wat aanleiding geeft tot de boeking van een uitgestelde belasting initieel, die dan tegengeboekt wordt eenmaal de overgedragen verliezen gebruikt kunnen worden.

Het netto resultaat kwam uit op 3 miljoen euro, of 0,55 euro per aandeel.

Wat het volledige jaar 2014 betreft, gaat het management uit van resultaten die de cijfers van 2013 zullen benaderen. Dat impliceert een winst van 9 miljoen euro voor de tweede jaarhelft. Uit ons overzicht van de projecten en de timing van hun mogelijke individuele winstbijdrage lijkt dat zeker een haalbare kaart.

Atenor kondigde ook al 2 nieuwe projecten aan, maar in algemene termen. Een eerste project betreft de oude kantoren van het RSVZ (Rijksinstituut voor Sociale Verzekering der Zelfstandigen) in de Wolstraat nabij het Brusselse Justitiepaleis. De RSVZ is recent verhuisd naar het vierde kantoorblok van UP-Site, waardoor haar oude kantoren zijn komen leeg te staan. Atenor krijgt een recht van opstal voor de herontwikkeling ervan. Verschillende scenario's worden momenteel onder de loep genomen, ofwel wordt het een kantorenproject, ofwel wordt het geheel een nieuw residentieel complex.

Het tweede project is gelegen in Terhulpen en omvat de herontwikkeling van de oude site van SWIFT. De onderhandelingen over de aankoop lopen nog, maar het is de bedoeling op het domein 180 woningen, polyvalente ruimten, winkels en kantoren te bouwen.

VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221 2240 Zandhoven Tel & Fax: (03) 312 83 12

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden verveelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.

VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

Overzicht lopende projecten

Eind 30 juni 2014 had Atenor 12 projecten in ontwikkeling en een afgewerkt project, alsook 2 nieuwe nog te concretiseren initiatieven. Het afgewerkte project betreft het South City Hotel aan het Zuidstation te Brussel, waar Atenor het juiste ogenblik afwacht om het te gelde te maken.

De 12 projecten worden hierna in detail besproken:

PROJECTNAAM	**1. UP-Site**
LIGGING	Brussel, Willebroekkaai
ONDERWERP	29.615 m^2 kantoren; 1.972 m^2 retail; 48.435 m^2 residentieel

In mei 2008 presenteerde Atenor het project UP-Site, op een terrein van 1,25 ha bij Tour & Taxis, aan het kanaal Brussel-Charleroi met een waarde van iets meer dan 100 miljoen euro. Het bestaat uit 3 delen. Het opvallendste is de 140 meter hoge toren van 42 verdiepingen met appartementen. Daarnaast zijn er 4 blokken met 106 terrasappartementen (villaflats). Het derde deel betreft 4 kantoorblokken.
Eind juni 2014 zijn de 4 kantoorblokken verkocht. Van de toren zijn er 191 van de 251 appartementen gereserveerd, van de terrasappartementen 90 op 106. We verwachten nog een beperkte bijdrage in de 2e helft van 2014 en in de loop van 2015. In totaal zal het gehele project Atenor ongeveer 30 miljoen euro bruto opgebracht hebben.

PROJECTNAAM	**2. Hermes Business Campus**
LIGGING	Boekarest, Roemenië
ONDERWERP	78.212 m^2 kantoren

In juli 2008 kocht Atenor een stuk grond in de nieuwe zakenwijk Pipera in de Roemeense hoofdstad Boekarest, vlakbij een metrostation. Het project bestaat uit 4 kantoorblokken met in totaal 78.212 m^2. De timing van het project is achteraf helemaal niet gunstig gebleken door de financiëel-economische crisis. De afwezigheid van concrete interesse van huurders heeft tot vertraging geleid. In 2013 besloot Atenor om op eigen risico met de bouw van een eerste blok te starten en met succes. Dit blok is al volledig verhuurd. Van een tweede blok is de bouw gestart en is al 20% verhuurd. Atenor maakt zich sterk om dit 2e gebouw tegen 2015 volledig te kunnen verhuren. Alhoewel het eerste blok in feite verkooprijp is, is hier nog geen sprake van. In het resultaat zal Atenor al wel de huurinkomsten kunnen boeken.
Belangrijkst van al in dit dossier is de goede gang van zaken in de Roemeense economie. Kredietverzekeraar Coface noemt het land in een recent rapport de leider van het Europese herstel.

VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221 2240 Zandhoven Tel & Fax: (03) 312 83 12

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden verveelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.

VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

PROJECTNAAM	**3.Vaci Greens**
LIGGING	Boedapest, Hongarije
ONDERWERP	57.795 m^2 (A, B en C-gebouwen) en 29.559 m^2 (D en E-gebouwen) kantoren

In mei 2008 kocht Atenor een geheel van terreinen van 1,7 ha in Vaçi Ut, een belangrijke commerciële en kantorenwijk in het noorden van de Hongaarse hoofdstad Boedapest, ook vlakbij een metrostation. In september 2009 kreeg de groep de bouwvergunning voor de eerste fase van de bouw van 3 kantoorgebouwen (A, B en C) met een oppervlakte van 57.795 m^2. In juli en september 2010 werden de andere vergunningen bekomen voor de bouw van een bijkomende oppervlakte van zo'n 30.000 m^2. Het project is het grootste in Boedapest in de periode 2011/13.
Net zoals in Roemenië startte Atenor de bouw van een eerste gebouw (blok A) op op eigen risico. Dit gebouw is ondertussen volledig verhuurd aan belangrijke partijen zoals GE Healthcare en Sykes. Dit gebouw genereerde al 0,570 miljoen euro huurinkomsten in de eerste helft van 2014. Er zouden al contacten gelegd zijn met het oog op de verkoop van dit blok. De bouw van blok C is ondertussen ook gestart en deze is al voor 40% verhuurd. Alle details van dit project zijn beschikbaar via de website www.vacigreens.hu .
We moeten wel opmerken dat de kantoormarkt in Boedapest een leegstand van 17,6% kent (2,3% minder dan een jaar geleden), maar dat vooral de periferie geconfronteerd wordt met een torenhoge leegstand van 32%.

PROJECTNAAM	**4. Trebel**
LIGGING	Brussel, Europese wijk
ONDERWERP	30.000 m^2 kantoren

In juli 2011 kocht Atenor de voormalige hoofdzetel van de spaarbank Bacob op de hoek van de Belliardstraat en de Trierstraat te Brussel, vlakbij de Europese instellingen. Het oude gebouw van 17.000 m^2 ruimt plaats voor een nieuwbouw van 30.000 m^2. Nog voor een eerste steen gelegd werd, kon Atenor het verkopen aan het Europese Parlement. Zij betaalt 122,5 miljoen euro voor het gebouw dat begin 2016 afgewerkt zal zijn. Men voorziet een bruto winst van 51 miljoen euro. Al in 2013 werd een eerste bijdrage geboekt. Op datum van 30 juni 2014 heeft het gebouw (dat geothermie als energiebron zal gebruiken) een afwerkingsgraad van 44%.

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden verveelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.

VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

PROJECTNAAM	**5.Victor**
LIGGING	Brussel, Zuidstation
ONDERWERP	100.000 m^2 kantoren, winkels en residentieel vastgoed

In augustus 2008 sloot Atenor een 50/50-overeenkomst met CFE om aan het Brusselse Zuidstation een herontwikkelingproject uit te voeren. Het kent een lange lijdensweg door de onbeslistheid van de politiek. Maar recent kwam er wel steun uit die hoek en zal de openbare ruimte in de buurt ontwikkeld worden. In 2015 zal de bouwvergunning voor een project bestaande uit kantoren, winkels en residentieel vastgoed ingediend worden. Meer concreet gaat het om een oppervlakte van ongeveer 100.000 m^2, verdeeld over 3 torens, 2 voor kantoren (70-75.000 m^2) en een voor appartementen (20-25.000 m^2). Met de funderingen zou dan in 2016 gestart worden.

PROJECTNAAM	**6. Europa**
LIGGING	Brussel, België
ONDERWERP	44.000 m^2 kantoren (2/3) en residentieel vastgoed (1/3)

De basis voor dit ambitieuze project werd gelegd in 2005 toen Atenor het hotel Crowne Plaza aan de Wetstraat in Brussel kocht. Het hotel werd gesloten eind 2011 en zal plaats maken voor een torenproject met een oppervlakte van 44.000 m^2. Het project heeft af te rekenen gehad met heel wat obstakels en reglementeringen. Zo moest het stadsplanningreglement aangepast worden omdat het zich bevindt in de perimeter van het Stadsproject Wet. Nu lijkt er een doorbraak te zijn en verwacht Atenor de bouwvergunning in november 2014. Ondertussen zijn de afbraakwerken gestart. Met de commercialisering van de appartementen zal in maart 2015 gestart worden, wat Atenor toelaat om al in 2015 een bijdrage te boeken. Voor de kantoren kijkt Atenor vooral naar de Europese Commissie, waar er veel beweegt.

PROJECTNAAM	**7. Port du Bon Dieu**
LIGGING	Namur, België
ONDERWERP	19.087 m^2 residentieel vastgoed

In 2007 lanceerde Atenor dit residentieel project aan de Naamse stadsrand langs de Maas. Na veel administratief gepalaver kreeg ze de bouwvergunning in september 2012 voor de bouw van 140 appartementen en 6 handelszaken. Van een eerste blok van 46 appartementen is al 60% verkocht. Atenor heeft gemerkt dat dit project iets te omvangrijk is voor de markt en zal het daarom in fases en iets minder snel dan verwacht ontwikkelen. Dat komt wel de rendabiliteit ten goede.

VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221 2240 Zandhoven Tel & Fax: (03) 312 83 12

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden verveelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.

VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

PROJECTNAAM	**8. Les Anciennes Sucreries**
LIGGING	Ath, België
ONDERWERP	20.000 m^2 woningen

In augustus 2012 won Atenor een wedstrijd die was uitgeschreven door de stad Ath. Op een voormalige industriële site in de buurt van het station mag Atenor 20.000 m^2 ontwikkelen. Het gaat om een gemengd stadsproject met appartementen (200), lofts, een rusthuis, kinderopvang en een buurthuis. Ook hier zal Atenor de ontwikkeling in verschillende fases aanvatten. De bouwvergunning voor een eerste fase van 16 appartementen werd in september 2014 ontvangen en al 54% ervan is verkocht.

PROJECTNAAM	**9. Au fil des Grands Prés**
LIGGING	Mons, België
ONDERWERP	Ongeveer 80.000 m^2 gemengd gebruik

In augustus 2012 verwierf Atenor 2 stukken grond met een oppervlakte van 7,2 ha op de site Grands Prés te Mons. De terreinen liggen enerzijds vlak naast het nog te bouwen nieuwe TGV-station, anderzijds naast een groot commercieel centrum, bioskoopcomplex en een expositieruimte. Op vraag van de stad zal een deel van de gronden voorbehouden worden voor kantoren. De eerste fase bestaande uit de bouw van 134 appartementen werd aangevat. Met Elitis-FINB (financiële planning) sloot Atenor een commercieel akkoord voor de individuele verkoop van die appartementen. Deze instelling krijgt gedurende 6 maand het alleenrecht voor de commercialisering.

In een 2e fase plant Atenor de bouw van een ander blok met 76 appartementen.
Kantoren komen aan bod in een latere fase, maar hier wordt geen haast mee gemaakt.

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden verveelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.

VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

PROJECTNAAM	**10. City Docks**
LIGGING	Anderlecht, België
ONDERWERP	Gemengd project van meer dan 125.000 m^2

In 2011 kocht Atenor een terrein van 5,4 ha met industriële gebouwen te Anderlecht aan het kanaal Brussel-Willebroek. Ze heeft de ambitie om met steun van gemeente en gewest een nieuwe multifunctionele wijk te ontwikkelen. De basis zal gevormd worden door residentiële woningen, aangevuld met winkels, een rusthuis, enzoverder. De industriële gebouwen worden nog verhuurd. Door de originele industriële bestemming van de gronden moet het gemeentelijk structuurplan aangepast worden, wat recent gebeurd is. Nu is het wachten op de plannen van de politiek m.b.t. het kanaal.

PROJECTNAAM	**11. Les Brasseries de Neudorf**
LIGGING	Luxemburg
ONDERWERP	11.400 m^2 residentieel vastgoed

In september 2011 kocht Atenor de site van de voormalige brouwerij Henry Funck in de rue de Neudorf te Luxemburg-stad (oppervlakte 7.600 m^2). De groep plant er de bouw van 11.400 m^2 residentieel vastgoed (87 appartementen). en winkels. Het ligt vlakbij het stadscentrum, niet ver van het zakendistrict Kirchberg en met een goede ontsluiting qua wegen en openbaar vervoer. De bouwwerken starten in oktober 2014. Al 60 van de 87 appartementen zijn 'gereserveerd', in de volgende weken zal de effectieve verkoop ervan plaats vinden, waardoor er vanaf de tweede helft van 2014 een winstbijdrage zal zijn. Tegen 2016 moet het geheel afgerond zijn.

PROJECTNAAM	**12. AIR**
LIGGING	Luxemburg
ONDERWERP	11.000 m^2 kantoren

In juli 2013 sloot Atenor een akkoord met ING Luxembourg voor de renovatie en uitbreiding van haar hoofdzetel in Luxemburg. Atenor zal de site die oorspronkelijk uit 6.500 m^2 kantoren bestond, uitbreiden naar een nieuwe kantoorruimte van 11.000 m^2.
Bijna tegelijkertijd heeft Atenor met BDO Luxembourg een huurcontract afgesloten. Die zal na oplevering van de gebouwen, voorzien voor begin 2016, ze voor 12 jaar huren.
Atenor bezit 50% van dit project, een verkoop ervan is voorzien in de tweede helft van 2014.

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden verveelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.

VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

Waardering

De financiële theorie stelt dat de waarde van een bedrijf bestaat uit de toekomstige cash-flowstromen verdisconteerd naar vandaag. Gelet op de volatiliteit van de resultaten van Atenor is dit geen evidentie. Wat we wel kunnen doen, is proberen de winstbijdrage (en hun timing) van de projecten die vandaag op tafel liggen, in te schatten en naar vandaag te verdisconteren. De juiste verkoopprijs inschatten, is vandaag onmogelijk. Het enige houvast dat we hebben, is dat Atenor als intern objectief heeft om een winst van minstens 400 euro/m^2 te realiseren. Die 400 euro/m2 lijkt ons een ondergrens en een heel conservatieve benadering. Tegen deze achtergrond is het nuttig om weten dat er soms een winst van 1.000 euro/m^2 gerealiseerd wordt, bv. op het derde kantoorblok in UP-Site en op de appartementen in Luxemburg.

We hebben schematisch de verwachte afwerking en verkoop van de 12 projecten en van het al afgewerkte project (South City Hotel) en hun verwachte bijdrage in een tabel samengebracht. De toekomstige winsten hebben we naar 2014 verdisconteerd aan 7%, daarnaast houden we ook rekening met de jaarlijkse personeelskosten van 6 miljoen euro. Die totale naar vandaag (aan 7%) verdisconteerde winstbijdrage hebben we bij het eigen vermogen geteld. Dit is de contante waarde van de activiteiten tot 2019, voor de periode na 2019 gaan we uit van een jaarlijkse bijdrage van 11 miljoen euro (gemiddelde in periode 2014-19 ongeveer 20 miljoen euro). Die 11 miljoen euro vereeuwigd, levert een waarde in 2020 van 157 miljoen euro, naar vandaag verdisconteerd is dat 111,9 miljoen euro.

De som van het eigen vermogen vandaag, de bijdrage van 2014 tot 2019 en van de bijdrage na 2019 levert een contante waarde op van 62,03 euro, wat impliceert dat de koers met een discount van 40% noteert.

Met de huidige netto financiële schuld houden we geen rekening, die wordt op termijn immers afgelost door de opbrengst (aan kostprijs) van de verkoop van de projecten.

	14H2	2015	2016	2017	2018	2019	2020 e.v.
1. UP-site	1,0	2,0					
2. Roemenië	0,6	2,0	3,0	4,0			
3. Hongarije	0,5	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	
4. Trebel	3,0	13,0	3,0				
5. Victor				5,0	5,0	10,0	
6. Europa		2,0	5,0	15,0			
7. Namur	1,0	8,0	3,0				
8. Ath	1,0	4,0	3,0				
9. Mons	1,0	3,0	3,0	3,0	3,0	14,0	
10. City Docks						15,0	
11. Luxemburg	2,0	8,0					
12. Air Luxemburg	8,0						
13. South City		1,0					
min kosten	-3,0	-6,0	-6,0	-6,0	-6,0	-6,0	
Totaal	15,1	41,0	18,0	25,0	6,0	37,0	157,0
Verdisconteerd à 7%	15,1	38,3	15,7	20,4	4,6	26,4	111,9
Gecumuleerd tot 2019	**120,5**		per aandeel tot 2019		**22,08**		
Na 2019	**111,9**		per aandeel na 2019		**20,51**		
			boekwaarde		**19,44**		
			totale waarde		**62,03**		
			beurskoers		37,20		
			discount		40,0%		

VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221 2240 Zandhoven Tel & Fax: (03) 312 83 12

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden verveelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.

VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

Conclusie

Deze analyse betreft een actualisering van de waarderingsoefening die we in mei 2013 verricht hebben. Die waardering leverde toen een waarde op van 54,54 euro. Toen eindigden we wel in het jaar 2018 met de bijdragen, waardoor we indirect uitgingen van het beëindigen van de activiteiten. Nu gaan we een stap verder en verdisconteren we een (lage) gemiddelde jaarlijkse bijdrage van 11 miljoen euro in de jaren na 2019. Die 11 miljoen euro is een soort van ondergrens en is gebaseerd op een gemiddelde over verschillende jaren.

We gebruiken een verdisconteringsvoet van 7%, wat gelet op de huidige rentestand relatief hoog is en dus een hoge risicopremie impliceert. Bij een verdisconteringsvoet van 6% komt de waarde uit op 67 euro, wat de discount op 44,5% brengt.

Bij deze waardering moeten we nog 2 opmerkingen maken, in positieve en in negatieve zin. We gaan steeds uit van de realisatie van de verkoop, wat niet altijd evident is. Een voorbeeld hiervan is het hotel South City dat blijkbaar moeilijk de deur uitgaat. Daarnaast is het niet uitgesloten dat voor sommige projecten de winst per m^2 hoger ligt dan de gebruikte 400 euro. Ook gaan we steeds uit van voldoende tijd voor de uitvoering van de projecten, bouwvergunningen worden immers niet altijd snel verleend.

Of de discount van 40% tegenover de geactualiseerde waarde van alle projecten laag of hoog is, laten we in het midden. Het belangrijkste van al is dat de verwachte meerwaarden meer dan voldoende zijn om het relatief aantrekkelijke dividend te financieren. Dat bedraagt vandaag netto 4%, bruto is dat 5,4%. Anders gezegd, dankzij de heel visibile en rendabele pijplijn van projecten zien we weinig risico dat het dividendbeleid in de volgende jaren in gevaar zal komen. Het aandeel is dan ook heel aantrekkelijk voor beleggers die een regelmatig dividendinkomen nastreven.

Gert De Mesure

VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221 2240 Zandhoven Tel & Fax: (03) 312 83 12

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden verveelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.